

米国インフラマーケット： 日本企業・投資家にとってのニュー フロンティアは？

マッコーリーキャピタル証券会社 マネージングディレクター
支店長 兼 投資銀行本部長

大橋 純



マッコーリーは豪州シドニーに本拠地を置く金融グループで、世界27カ国で約13500名が投資銀行業務・資産運用業務などを展開し、時価総額は2兆7700億円超（2017年10月27日現在）となっている。強みのひとつはインフラストラクチャー・エネルギー関連業務であり、今回のテーマであるインフラ分野では、フリーポートLNGプロジェクト（米国テキサス州）を含め世界各地で商社・電力ガス会社をはじめとする本邦企業と事業／プロジェクト開発・M&A・投資案件などで協働させていただいている。

本稿においては、直近の米国インフラ案件動向を概観し、トランプ政権のインフラ投資公約の進捗状況にも触れたうえで、本邦企業（特に事業会社・戦略投資家）にとっての未開のマーケットがどこにあるかを検討してみたい。

米国インフラ案件概観

マッコーリーでは道路・鉄道などのコアインフラだけではなく、インフラ的な特徴（長期契約・規制に支えられた事業の安定性、参入障壁など）を備えた事業・投資機会をインフラととらえ、事業・投資機会の組成に取り組んでいる。表1は過去1年（2016年6月～17年6月）におけるセクター別インフラ案件数、案件規模、期待リターンレベル感（弊社推定）である。案件数からみると電力・再生可能エネルギー・Midstream案件が約8割を占めている。Midstreamにはシェール革命に起因したエネルギー関連の新規プロジェクトもここ数年では含まれていたものの、過去1年でみればPipeline、Gas Gathering & Processing、Storage関連M&A案件が大半を占める。

表1 US Infrastructure Market

		 輸送	 PPP	 公益事業	 Midstream	 電力	 再生可能エネルギー	 通信インフラ	 環境サービス
規模感(百万ドル)	セクター	- 道路 - 橋梁 - 空港 - 港湾 - 高速鉄道 - LRT - パーキング	- 輸送 PPP - 学校 - 病院 - 学生寮等 - 裁判所 - 刑務所	- 電力・ガス - パイプライン - 上下水道	- ターミナル、貯蔵設備 - Gathering & processing - LNG - 石油化学 - Gas-to-liquids	- 電力・ガス - 発電 - 送電 - 廃棄物発電	- 風力 - 太陽光 - 地熱 - バイオマス - 水力 - Storage	- Fiber PPPs - 通信インフラ	- 固形廃棄物 - 液体廃棄物 - リサイクル - Landfill gas to energy - Remediation and clean up services
	平均 Equity 金額 ^(注)	\$260	\$91	\$828	\$1,658	\$340	\$89	\$341	-
	最大 Equity 金額 ^(注)	\$498	\$178	\$2,200	\$28,060	\$1,185	\$867	\$730	-
規模感(百万ドル)	案件数 ^(注)	15	13	9	75	33	112	4	-
	Levered Equity リターン (稼働資産) (%)	9 - 11	7 - 8	7-9	10 - 14	7 - 14	7-9	10 - 16	12-18

出所：マッコーリーキャピタル（以下同）

注：2016年6月14日～17年6月14日における、preferred proponentまたはfinancial close stageの米国案件（greenfield & brownfield含む）概要。公開データより作成。

また、運輸セクターで最も活発なのは引き続き有料道路案件（GreenfieldおよびOperational）となっている。広い国土・インフラ資産の老朽化・活発な民間セクターを勘案すると、運輸セクター・社会インフラなどにおけるPPP・民間案件の割合が低い点、目を引くのではないだろうか。

次に、世界最大の経済規模を誇り投資環境も整備された米国において、今後本邦企業にとってのニューフロンティアを考えてみたい。本邦企業はすでに電力（特にIPP）・再生可能エネルギーおよびLNGを中心とするMidstreamの分野では相応の歴史と実績を積み上げている。また高速鉄道分野においても積極的に事業開発を目指しているのはご高承のとおりである。

関連分野として、まず電力ガス公益事業のM&A・非上場化があげられる。日本国内におけるエネルギーセクター規制緩和を控えているなか、本邦電力・ガス会社が先進マーケットである米国において、国内における事業ノウハウも生かしながら公益事業に参入していくことは有益であると思われる。ただ、対象となる機会が希少であり、案件が大型化している点がネックとなろう。

年間7兆円の市場規模を持つ廃棄物処理および次世代の再生可能エネルギーとも呼ばれる廃棄物発電（WtE）は、過去10年以上垂直および水平統合を目指したM&Aが進捗し、事業が大型化・効率化している。またファンドなど金融投資家の資金がこの流れを後押ししている。市場構造・法規制の違いはあるものの、いまだに中小規模事業者が多く存在し廃棄物発電も小規模かつ非効率な本邦の状況を考えると、米国の事例はひとつの参考となるであろう。

やはり注目していきたいのは、トランプ政権によるインフラ投資推進が期待されるなか、道路・鉄道・空

港などの運輸セクター、および通信・社会インフラなども含めたPPP（官民連携）の動きであろう。

トランプ政権のインフラ投資政策の現状

政権の1兆ドルに及ぶインフラ投資公約実現とそれに伴う民間投資・役割増加の期待が高いなか、政権内へのインフラ事業に精通した特別アドバイザーの任命などを含めた数々のアクションはとっているものの、残念ながらその進捗は芳しくなかった。これは、トランプ政権で税制改革ほか緊急性の高いアジェンダが目白押しである点、議会における2党間の協調がきわめて限定的である点、などが影響していると思われる。表2では政権発足以降インフラに影響を与える政策動向をまとめてみた。

最近になってようやく今後の動向・骨格がみえてきている。インフラ投資促進に関する枠組みの立法化は、税制改革に目処をつけた後おそらく2018年初頭となる見込みである。計画は10年にわたり2000億ドル規模の連邦予算が含まれ、国として重要な案件・地域開発プロジェクトを中心に適用されることが予想されている。さらに連邦予算の一部をインセンティブとして付与することにより、自治体や州が増税・手数料収入増（たとえば有料道路料金）や民営化売却資金など通じたインフラ新規投資のための新規財源を確保する仕組みの導入も検討されている（自治体・州の自助努力促進）。アセットリサイクル（公的部門が所有運営するインフラ資産・事業を民営化等により資金化し、その資金を公的部門が担うべきインフラ補修新設に振り向ける流れ）に関してはまだ多くの議論があり、「豪州の制度に類似」した仕組みが導入されるとの見方もある。政権もなるべくこの方向で進めたい意向があるようだが、

表2 Key Administration Policies Affecting Infrastructure

 \$1兆ドル インフラパッケージ ● 連邦政府による予算手当ては限定的 ● 民間投資を活用 ● ‘資産リサイクル’推進	 エネルギー計画 ● オバマ政権のClean Power Plan の中止 ● バリ協定脱退 ● 化石燃料への振り戻し	 規制改革、及び環境規制改革 ● 行政許可システムの合理化 ● 石油・ガス事業向け公共用地の解放
--	---	---

議会の同意を得ることは大きな課題となるであろう。ちなみに豪州では連邦政府が、資産売却対価の15%までマッチングボーナスを州政府に付与する制度もある。

インフラ投資促進と民間資金・事業ノウハウ導入のためにも、連邦政府が所有するインフラ事業の資金化や、アセットリサイクリングを阻む規制の撤廃（例：Interstate有料道路に関する規制、空港売却資金使途制限）も含め大胆な施策の導入が望まれる。当然のことではあるが、アセットリサイクルにしるPPPにしる、州政府や自治体が判断をして案件が動いていくことになるので、民間が参画できる機会が大幅に増加していくにはまだまだ時間がかかることは容易に想定できる。

注目すべき分野

最後に、今後の注目すべき新分野について考えてみたい。

トランプ政権のリーダーシップによるインフラ投資拡大が中長期的な投資・事業機会であるとすれば、短期・中期的には水関連PPP・通信インフラに関連するPPPおよび空港民営化案件が注目に値するのではない。特にPPP関連は、マーケットサイズ・案件規模もそれほど大きくなく、安定的なキャッシュフローを背景に高いレバレッジが期待できることから、大きな出資金額はあまり期待できないものの、本邦事業会社による付加価値供与のチャンスも相応にあるものと考えられ、また政権のインフラ投資拡大戦略の中でPPPも大きな役割を担っていくと期待されることから、米国のPPP分野に参入する足がかりともなり得る。

①水関連PPP

新規水道関連プロジェクトに関しては、以下の3機関による従来型調達に加え、PPPの活用が積極的に検討されている。

- The Bureau of Land Reclamation（水利再生利用局）：アドバイザーを任命し、PPPを活用できるプロジェクトおよびその手法について検討中。
- The Army Corp of Engineers（米国陸軍工兵隊）：航行可能な水路・河川および洪水緩和のためのインフラ更新にPPP活用を検討中。
- Water Infrastructure Finance and Innovation Act (WIFIA) Program：運輸セクターで民間資金導入に寄与しているTIFIAプログラムの水事業版。現在43プロジェクトが利用申請し、12件（ローン総額20億ドル以上）がShortlistされている。

表3は水利再生利用局検討中の主たる案件である。

②通信インフラPPP

米国の通信インフラセクターも本邦事業会社や投資家にとって将来性のある市場であろう。米国において5Gワイヤレス技術の採用や、高密度光ファイバー通信網の拡大が進むにつれ、莫大な設備投資が必要となり、政府に対する公益事業的ビジネスモデルやPPPを通じた通信インフラ整備への圧力が高まってくるだろう。

一方で大手通信事業者やケーブル会社は、通信インフラの開発や投資を外部委託する動きが進み、特殊光ファイバー通信網、データセンターや無線中継基地局を運営する会社間で、多数のM&A案件を生み出す結

表3 Water PPP 案件在庫

プロジェクト名	EV	現況	概要
Kachess Pumping Plant ワシントン州	USD 200m	6月14日に情報開示資料受領 2017年9月に計画コンセプト概要	灌漑用フローティングポンプを利用した、農業用干ばつ対策インフラプロジェクト
Eastern New Mexico Rural Water System ニューメキシコ州	USD 527m	6月14日に情報開示資料受領 2017年9月に計画コンセプト概要	7都市、地元自治体や空軍基地に産業・商業用飲料水を供給するプロジェクト
Arkansas Valley Conduit アーカンソー州	USD 400-600m	6月14日に情報開示資料受領 2017年9月に計画コンセプト概要	既存の施設で処理された水を227マイルの水道管を通し給水するプロジェクト
Yuma Desalting Plant メキシコ州	TBD	6月14日に情報開示資料受領 2017年9月に計画コンセプト概要 PPP調達となるかは不明	既存の淡水化施設は欠陥があり、めったに稼動しない。施設を修復、あるいは刷新するプロジェクト
Paradox Valley Unit コロラド州	TBD	環境影響評価書の策定開始（3つの 技術的解決案）	天然の地下塩水のコロラド川への流入阻止を目的とするプロジェクト
Grand Prairie Irrigation アーカンソー州	USD 300m	8月1日にPPPを認める立法成立	新たな橋梁や、運河、水道管を含む、給水システムプロジェクト

果となっている。マッコーリーと富士通が主なパートナーとして取り組んだ画期的なKentucky Wired光ファイバーPPPプロジェクトを皮切りに（表4参照）、以下を含む多くの州や自治体レベルの案件が動き始めている。

- ペンシルバニアTurnpike全域における光ファイバー通信網整備プロジェクト
- オレゴン州、メイン州全域における中距離通信網整備プロジェクト
- カリフォルニア州Riverside Countyにおける77万世帯を対象とした光ファイバー整備プロジェクト
- サンフランシスコ市のすべての家庭、事業所を結ぶ光ファイバー整備プロジェクト
- ルイジアナ州Baton Rougeの光ファイバーを整備するプロジェクト
- ワシントンDC、およびシンシナティ市における街路灯更新を中心としたスマート・シティ施策に関連したプロジェクト

表4 KentuckyWire光ファイバーPPPプロジェクト

案件概要	ケンタッキー州全域に3400マイルの光ファイバーを敷設し、120の郡、1100のcommunityを繋ぎこみ、30年にわたりサービスを提供するプロジェクトの設計、建設、運営と維持を請負うPPP案件。
フィナンシャルクローズ	2015年9月3日
案件総額 (USD)	3億2400万ドル
総借入れ額 (USD)	2億9000万ドル
コンセッションタイプ	DBFOM(設計/建設/資金調達/O&M) Availability Payment 型
サービス提供期間	30 年
委託事業者	KentuckyWired
請負事業者	Ledcor Group (DB), First Solutions (OM)

③空港

最後に空港民営化・PPPの可能性について触れてみたい。米国の空港所有の変遷は興味深い。航空および空港需要増加に伴い当初は民間主導による空港建設・資金調達が主流であり、1930年代には1100の空港の約半数が民間所有であった。しかしながら自治体による免税債・連邦補助金などによる空港建設が主流になるにつれ公的部門の役割が増え、1958年FAA設立後

民間所有が原則禁止となった。その後1996年FAA Airport Privatization Pilot Programにより民営化・民間参画が可能となったが、実績はいまだに積み上がっていない現状はご高承のとおりである。しかしながら、航空需要の継続的増加・航空会社および乗客のニーズ・公的部門の予算上の制約・国際基準に劣後する米国空港運営（＝効率化、Value Upの余地）などの事由により、民間部門との協働を模索する動きが活発になってきている。すでに、プエルトリコのLuis Munoz Martin Int'l Airportが40年事業運営権契約をベースに民営化された。また、Westchester County Airport、St. Louis Int'l Airportにおいても民営化・公民連携の計画が進行中である。本邦企業が国内・海外の空港事業に進出するなか、注目すべき分野であると考ええる。

おわりに

言うまでもなく米国は最も投資環境の安定した巨大マーケットである。インフラ老朽化など勘案すればトランプ政権のインフラ投資公約はまさに時宜^{じぎ}を得たものであり、具体的な動き・案件組成はまだまだこれからであるが、いったんインフラ整備の流れが加速されれば日本企業・投資家も含めた民間部門のビジネスチャンスは莫大なものになるであろう。

一方、本邦企業は一般的に投資判断に関し欧米企業と比較して時間をかける傾向にあり（これについては賛否両論あるが）、特に競争環境下において良質案件を獲得していくためには不利に働く。やはり“機をみるに敏”な対応をするためには、現地の状況を時間をかけ粘り強くフォローしながらチャンスを待つ、あるいは作り上げていくことが肝要である。また（特にインフラビジネスにおいては）その分野で現地での経験が豊富なパートナー作りに注力すること、案件が大型化することに対応してインフラファンドなども含めた金融投資家との協働も視野に入れていくこと、が将来のビジネス拡大のひとつの鍵となるのではないだろうか。

※著者略歴：サザンメソジスト大学 経営学修士、慶應義塾大学 経済学部卒業。富士銀行・みずほコーポレート銀行を経て2008年のマッコーリー入社以降手がけた主な案件は、Senoko Power買収（総額約50億シンガポールドル）、豪ヴィクトリア州海水淡水化PPPプロジェクト（総額約35億豪ドル）、米国Freeport LNGプロジェクト（総額約110億ドル）、仙台空港民営化、国内再生可能エネルギー開発投資など多数

